

2013年2月5日 全22頁

経済社会研究班レポート - No.10 - 転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響

円安だけでインフレ目標の達成することは困難

経済調査部 経済社会研究班
エコノミスト 神田 慶司

[要約]

- 日銀は「物価安定の目標」を導入したが、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。とはいえ、政府との共同声明が発表され、「当面は1%」という目途が明示されなくなったという点で一つの転換点であることも事実である。
- 実物経済と金融が表裏一体であることを考えれば、政府にも同等の責任があり、政府がデフレ問題の責任を金融政策に押し付けるようなことになれば、人々の物価見通しが安定して上昇することは期待できない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題である。
- デフレの構造的な要因を単位労働コストの背景から整理すると、デフレ脱却には金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要である。
- 10%の円安ドル高は、2年目以降実質GDPを0.2~0.4%pt程度改善させることになる。為替レートが足元の水準で1年以上横ばいであったとしても、過去の経済行動を前提とすれば、CPIへの押し上げ効果はかなり小さい。とはいえ、円安が1年ではなく長期にわたって維持されれば話が変わる。景気拡大によるインフレ圧力が累積するため、物価は徐々に上昇していくだろう。
- 円安が長期間続いたとしても物価が上昇するまでにはかなりの時間を要する。また、円安から円高方向へ反転すれば、景気の振幅が高まってインフレ目標の達成時期がむしろ遠ざかる可能性がある。持続的な物価の上昇に必要なことは持続可能な経済成長である。円安を活かして規制・制度改革を進めるべきであり、短期的な「成長率」よりも中長期的な「成長力」を重視すべきである。

はじめに

2012年12月に行われた衆院選で自民党が大勝し、4年振りに政権交代が起こった。株式市場や外国為替市場では、11月中旬から政権交代への期待で円安・株高が起こり、円ドルレートは90円/ドル台まで円安が進んでいる。経済のファンダメンタルズからみれば、欧州危機が小康状態となり、日本の貿易収支が赤字化したこともあって傾向としての円安が生じやすい局面であった。安倍政権はそうした流れに乗る格好で「大胆な金融緩和」を掲げて実際の円安を加速させたといえよう。

本章ではまず、日銀が2013年1月に導入したインフレ・ターゲットについて各国比較を交えながら概観する。次に、デフレの構造的な要因を長期的に物価の趨勢を決める単位労働コストの背景から整理し、デフレ脱却には金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要であることを述べる。最後に、円安ドル高が進んだ場合に、物価や景気にどのような影響を与えるのかをマクロモデルを用いてシミュレーションする。

1. インフレ・ターゲットの概要と構造面から見たデフレ要因

日銀のインフレ・ターゲット導入

2013年1月21、22日に行われた金融政策決定会合において、日本銀行はCPI上昇率2%を目標とし、2014年初めから期限を定めず資産買入れ方式の導入を決めた（2013年中については同年末の基金の規模を示した資産買入れが行われる）。また、政府と共同声明を同時に発表し、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現を目指す方針を明らかにした。2012年10月にも共同文書は発表されたが、そのときは日銀総裁、経済財政担当相、財務相の連名にすぎなかったのに対し、今回は組織としての政策連携の色彩を強めた明確な共同声明となっている。

もっとも、後述するように日銀は今回の決定後においても従来の金融政策運営の枠組み自体は何ら変更していないとみられる。デフレ脱却と物価上昇率の高まりについても、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みの進展を条件としており、金融政策主体でデフレ脱却を目指すというスタンスに変化したとは必ずしもいえない。日銀は1月23日に示された「物価の安定」についての考え方に関する付属資料において、現時点で「きわめて緩和した金融環境が実現している」という認識を示している。

インフレ・ターゲットの特徴

さて、日銀のインフレ・ターゲット導入の是非については、以前から国内外で議論が重ねられてきた。インフレ・ターゲットは1988年にニュージーランドが初めて導入し、その後、先進国から新興国まで幅広く導入された（2012年初めの時点で27カ国がインフレ・ターゲットを採

用)。インフレ・ターゲットには統一した明確な定義があるわけではないが、Hammond[2012]¹によると、インフレ・ターゲットは金融政策に関する硬直的なルールというよりも枠組みである。具体的には、(i) 物価の安定を金融政策の第一義的な目的として明確に認識している、(ii) インフレに関する数値目標を公表している、(iii) インフレの見通しを含む幅広い情報に基づいて金融政策を行っている、(iv) 金融政策に透明性がある、(v) 説明責任を果たす、という特徴が挙げられる。ただし、こうした特徴はインフレ・ターゲットが導入された当初から備わっていたわけではない。上田[2008]²は、1990年前後にインフレ・ターゲットを導入したニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの金融政策に関する事例を整理している。それによると、導入当初はインフレ・ターゲットの枠組みに対する信認が高くない中で、足元の物価安定を目指した厳格な政策運営を試み、金融政策の透明性を向上させた。さらに1990年代後半になると、インフレ・ターゲットへの信認が次第に確立され、中央銀行の政策運営はフォワード・ルッキングかつ柔軟なものに変わっていった。その背景として、資産価格や商品市況の影響や足元の景気動向に配慮した柔軟かつ市場とうまく対話しながらの政策運営が、中長期的にはむしろ物価の安定に繋がるという考え方に変化したことが挙げられる。

こうした考え方に立つ政策の枠組みは、インフレ・ターゲットの採用の有無にかかわらず、日本や米国を含む多くの国の金融政策運営に取り入れられている。例えば、望ましいインフレ率の水準を具体的に掲げたり、フォワード・ルッキングかつ柔軟な政策運営を行ったり、物価や経済の見通しを定期的に発表したりしている。

図表 1 は主要国における金融政策の枠組みを外観したものである。以下では、各国の枠組みの共通点や相違点について具体的にみていく。

目標とする物価はいずれの国も CPI 総合（米国は民間最終消費デフレーター）である。消費者物価や消費デフレーターは発表頻度や速報性が高く、国民の日常生活に密接した物価であるからだ。ただし、生鮮食品やエネルギー価格は天候や市況によって大きく変動するため、それらを除いた物価指数も併せて注目している場合が多い。日銀は「生鮮食品を除く CPI (コア CPI)」や「10%刈込平均値」³を参考指標としている。

¹ Hammond(2012) “State of the art of inflation targeting – 2012”, CCBS Handbook No. 29 – February 2012 version, Bank of England

² 上田晃三「インフレーション・ターゲティングの変貌：ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの経験」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ（2008年10月）

³ 個別品目の前年比を値の大きさの順で並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウエイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年比を加重平均して算出したもの。

図表 1 主要国の金融政策の枠組み

	カナダ	英国	米国	ユーロ圏	スイス	日本	
						従来	今回
物価指数	CPI総合 (コアCPIを操作上の指針)	CPI総合	PCEデフレーター	HICP	CPI総合	CPI総合	
目標値・幅	中心値を2% (1-3%のレンジ)	2%	2%	2%未満かつ 2%近く	2%未満	2%以下の プラスの領域 で当面は1%	2%
目標の決定主体	財務大臣・ 中央銀行	財務大臣	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行	中央銀行 (・政府?)
目的	生産活動、物 価、貿易、雇 用の変動を緩 和し、カナダ の経済や金融 の繁栄に資す る	物価の安定を 維持し、それ を妨げない限 りにおいて、 経済成長や雇 用に関する目 標を含む政府 の経済政策を 支援	雇用の最大 化・物価の安 定・緩やかな 長期金利	ユーロ圏の物 価の安定	物価の安定を 図り、経済発 展にも配慮	物価の安定を図ることを通 じて国民経済の健全な発展 に資する	
達成期間	18~24ヵ月	常に	長期	中期	中長期	明記せず	できるだけ 早期
インフレ・ ターゲットの 採用の有無	○	○	×	×	×	×	○

(出所) 各国中央銀行資料より大和総研作成

また、インフレ目標値はどの国も概ね2%である。表に掲載していないインフレ・ターゲットの採用国においても、先進国では2±1%の範囲で設定している。日銀はこれまで中長期的な物価安定の目途として「2%以下のプラスの領域で、当面は1%」としていたが、それを2%に設定したことで、目標値は他の先進国と同等となったとみることが一応は可能である⁴。なお、すべての国がインフレ・ターゲット導入時から現在まで目標値を変えずに政策運営してきたわけではない。例えば、カナダは1992年末まで3(±1)%、1994年末まで2.5(±1)%、1995年末以降は2(±1)%へ修正している。

金融政策の目標の決定主体は「中央銀行」の場合と、「政府・中央銀行」の場合が多い。図表1では中央銀行のみで決めているケースが散見されるものの、図表に掲載されていないインフレ・ターゲット採用25カ国を含めれば、「政府・中央銀行」が14カ国、「中央銀行」が14カ国、「政府」が3カ国である。英国のように政府(財務大臣)が主体的に目標を設定するケースは、相対的にみるとかなり少ない。2012年12月の衆院選後から2013年1月の金融政策決

⁴ ただし、日本銀行の白川総裁は2013年1月23日の記者会見において、2%というピンポイントの物価目標導入に関して、「予想物価上昇率の上限を画するという効果もある」「2%以下のプラスであるという考え方は、今回の決定会合の議論でも、変わっていません」「物価上昇率が、現実には上がって、例えば、1%を超えてくる見通しになってきたその時に、どのような予想物価上昇率の変化が起きてくるのか。(中略)これを、今の段階で正確に見通すことができれば、もちろんそういうコミットメントあるいはガイダンスもできるでしょうが、そういう見通しをすることが現時点では難しい」などと述べている。これは従来通り1%という水準を強く意識しつつ、2%超の物価上昇は決して許容しない政策運営を行うという考え方に見える。ちなみに、2012年12月の総選挙の際、自民党は名目3%以上の経済成長を政権公約としたが、実質成長率(潜在成長率)の引き上げは長期的課題であって簡単には引き上げられないと考えると、物価上昇率に厳格な上限を設ける発想にはたっていないと考えられる。

定会合までを振り返ると、決定会合前に首相や関係閣僚が日銀総裁と協議したうえで、共同声明とともに政権公約である「CPI 上昇率2%のインフレ・ターゲット導入」が決定された。金融政策決定会合後に公表された説明資料には、日銀が独自の判断で「物価安定の目標」を導入したと述べているが、実質的には「政府・日銀」の協議のもとで決められたと多くの人が捉えているだろう。

金融政策の目的については、「物価の安定」のみを規定している国が一部にあるものの、多くの国ではそれだけでなく、経済成長や雇用などについて言及している。日本では、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という理念を掲げており、スイスのそれに近い⁵。一方で、物価と同等の重要性をもって他の経済変数を目標としている国もある。例えば、米国は「物価の安定」と同程度に「雇用の最大化」も重視している。そのため、物価の安定を第一義的な目的としているインフレ・ターゲットは採用していないという立場を採っている。ECB（欧州中央銀行）の目的は「物価の安定」のみだが、実際上の運営は広範囲な金融経済指標及び通貨供給量を分析したうえで政策判断を行っており、他国と同様に柔軟な運営を行っている。

達成時期に注目すると、図表の中では、ユーロ圏、米国、スイスがそれぞれ中期、長期、中長期という表現を使っている。他のインフレ・ターゲット採用国においてもこうした表現が使われることが多い。ただ、カナダのように具体的な期間を挙げる国もあり、その場合は概ね2年前後を目指している。一方で、英国や日本は達成時期を明記していない。英国は「常に (at all times)」と表現しており、目標値からかい離した場合は、「生産活動が不安定にならないような妥当な期間内 (within a reasonable time period but without creating undue instability in output)」で目標へ収束させると規定している⁶。つまり英国は、「経済活動に悪影響を与えない範囲でできる限り早く目標を達成すべきである」という主旨の規定を行っている。日銀は柔軟な政策運営のもとで物価の安定を「できるだけ早期に」実現することを目指すものの、金融政策の効果が物価に波及するまでに「長期かつ可変のラグ」があることも付言しており、数ヵ月といった短期間の実現を想定しているわけではない。

今後は政府・日銀が目標実現のためにどう行動するかが問題

以上のように、日銀は2%を掲げて「物価安定の目標」を導入したものの、それ以前から「柔軟なインフレ目標政策」を行っていたという意味で、金融政策の枠組み自体が変わったわけではない。とはいえ、政府との共同声明が発表され、「当面は1%」という目途が明示されなくなったという点で一つの転換点であることも事実である。日銀総裁も議員である経済財政諮問会議では、これまで以上に金融政策の動向と物価の状況が議論されることになるだろう。

デフレからの脱却のために今後は、政策効果のタイムラグ、インフレ期待の醸成、賃金と物

⁵ “ensure price stability and, in so doing, to take due account of economic developments”

⁶ BOE（英国中央銀行）が定期的に発表しているインフレーションレポートでは、物価見通しの図表の2年後に点線が付されており、妥当な期間が2年程度であることを暗示している。

価の関係などの点で、「物価安定の目標」をどう理解すればいいかといった議論の深化や、課題を抱えながらもデフレ脱却へ向けた金融政策が少しずつ前進しているという理解が人々の間に広がるのが望まれる。同時に、政府と日銀それぞれの役割と責任がより明確にされる必要もある。デフレ脱却とインフレ目標達成のためには、日銀が資産買入れを場合によっては強化しながら行っていくことが重要だが、金融政策だけでそれが達成できると思えない。共同声明にあるように、政府には「革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員」することが求められる。実物経済と金融が表裏一体であることを考えれば、政府にも同等の責任があり、政府がデフレ問題の責任を金融政策に押し付けるようなことになれば、人々の物価見通しが安定して上昇することは期待できない。物価目標の設定はゴールではなく、政府と日銀がその実現のためにどう行動するかが問題である。

単位労働コストからみた長期デフレの背景

デフレの要因をどのように捉え、どのように対処していくべきだろうか。仮にデフレが短期的な物価下落であれば、景気の悪化によるマクロの需給バランスの緩みや、資産価格の下落といった金融ショックなどによってもたらされたものであるため、通常の財政・金融政策で対処できるだろう。しかしながら、日本のデフレはすでに15年近く経過しており、その間、日本経済は戦後最長の景気拡大を経験し、歴代の政権や日銀は「デフレ脱却」を掲げて様々な政策を実施してきた。こうした事実から考えれば、長期化したデフレは何か1つの政策で解決する問題ではなく、複合的な構造問題と捉えて包括的に対処すべきである。

デフレを構造問題として捉える場合、長期的な物価の趨勢を決める単位労働コスト（以下ULC）の背景を探ることが有用だと思われる。ULCは生産1単位当たりの人件費を表しており、名目雇用者報酬を実質GDPで割ったものである⁷。実際にGDPベースのCPIにあたる「家計最終消費支出デフレーター」とULCの推移を見たものが図表2である。短期的には連動していない時期もあるが、両者の趨勢は一致していることがわかる。

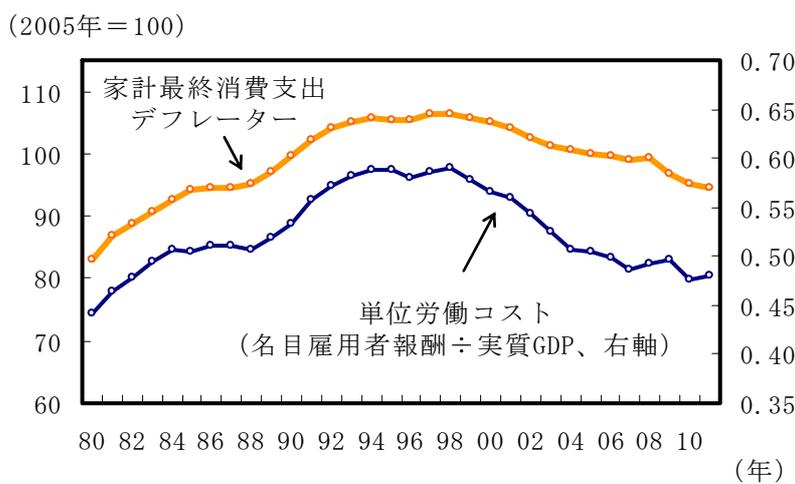
⁷ 「古典派の第一公準」（労働の限界生産物は実質賃金に等しい）にコブ・ダグラス型生産関数を仮定すると、労働の限界生産物は労働生産性に比例するため、

$$(w - p) = (y - l) \Leftrightarrow (w + l) - y = p \quad (\text{すべて対数表示、労働分配率は省略})$$

（ w ：時間当たり名目賃金、 p ：物価、 y ：実質GDP、 l ：総労働時間）

と書き換えることができ、ULCと物価の伸びは長期的には等しくなる。

図表 2 単位労働コストと家計最終消費支出デフレーター



ULCは「名目賃金」と「労働生産性」で定義される。すなわち、名目賃金の上昇はULCを押し上げ、労働生産性の上昇はULCを押し下げるという関係がある。先ほどの物価とULCの関係を含めて整理すれば、名目賃金の上昇は物価を押し上げ、労働生産性の上昇は物価を押し下げることになる。したがって物価の基調を捉える上では、名目賃金と労働生産性の動きに注目することが重要である。

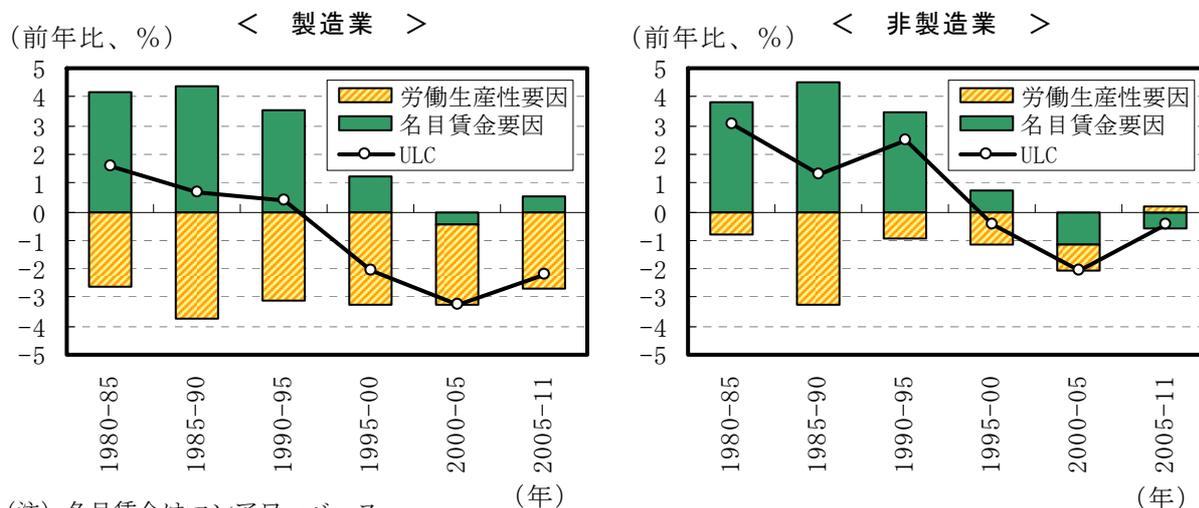
製造業・非製造業の単位労働コストの動き

図表2のULCを製造業と非製造業に分け、1980年から2011年までの変化を5年ごとに比較したものが図表3である。一般的に製造業は資本集約的な業種が多く、非製造業は労働集約的な業種が多いため、製造業の労働生産性は非製造業よりも高い。実際、製造業の労働生産性上昇率は過去30年間の平均で3%であるのに対して、非製造業はバブル期を除けば同0.7%と4倍以上の開きがある。製造業に比べると、非製造業は生産性上昇率が低い分だけ、名目賃金の上昇がULCの上昇に繋がりがやすい。また国内の労働市場は統合されているため、名目賃金の水準は製造業と非製造業で異なるものの、互いに影響を受けながら同じ方向へ変化する。例えば製造業の賃金が増加したときには、人材を確保するために非製造業も賃金を引き上げる。すると、非製造業は人件費の増加分を生産性の上昇分で吸収できずに販売価格へ転嫁する結果、CPIが上昇することになる。CPIの中でサービスの占める割合は50.7%（2010年基準）と高く、非製造業のULCが変化したときの影響は製造業よりも大きい。

生産性上昇率に注目すると、過去30年間を通じて安定しており、名目賃金の動きがULCや物価の基調を決めやすい傾向にある。デフレに陥る前（1980～1995年）は、製造業・非製造業の名目賃金上昇率はともに期間平均で4%程度であり、生産性上昇率を上回っていたことからULCや物価は上昇していた。しかしデフレ期（1995年～）に入ると、名目賃金の伸びは急速に低下し、その後も以前の水準へ回復することなく低位で推移したため、ULCは下落基調が続いている

8。このように、名目賃金はデフレの構造問題を考える上で重要なカギとなっていると言える。そこで以下では、名目賃金の伸びがデフレ以前よりも低い理由について考察する。

図表3 製造業と非製造業の単位労働コスト（ULC）の要因分解



(注) 名目賃金はマンアワーベース。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

製造業の名目賃金下落の背景 ～交易条件悪化のもとで販売数量を確保

製造業の ULC はコスト面から見た国際競争力の指標と解釈することができ、ULC が低下するほど輸出競争力は高くなる⁹。1990 年代に入ると、グローバル化の進展とともに新興国の存在感が高まり、2000 年代にその流れが加速した。日本の輸出産業は資源高や傾向的な円高という環境下で、日本製品の競争力を維持するために価格転嫁しないことで対処してきた。それを一言で表すと、交易条件（輸出物価÷輸入物価）の悪化のもとで輸出数量を確保してきたということである。原材料費の増加分や円高分を転嫁しないというのは実質的な値下げであり、値下げするための原資は労働コストに求められた。もちろん、生産性が上昇すればコストを吸収することができるが、製造業の生産性の上昇ペースは一定であったことから、名目賃金の伸び率を抑制することで ULC を引き下げた。2002 年から始まった戦後最長の景気拡大期に日本の輸出数量は一定程度の伸びをみせたが、円安下にあっても賃上げに抑制的であったため、輸出産業の賃金は 1990 年代前半のように上昇しなかった¹⁰。

こうした製造業の行動は、収益性の低下という形で明確に表れている。図表 4-1 は名目 GDP を名目産出額¹¹で割ったものであり、マクロから見た粗利益率と解釈できる。製造業の粗利益率

⁸ 日本全体でみると、時間当たり名目賃金の伸びは 1995-00 年が平均 0.9%、2000-05 年が同▲1.0%、2005-11 年が同▲0.4%と、2000 年代に入って下落傾向にある。

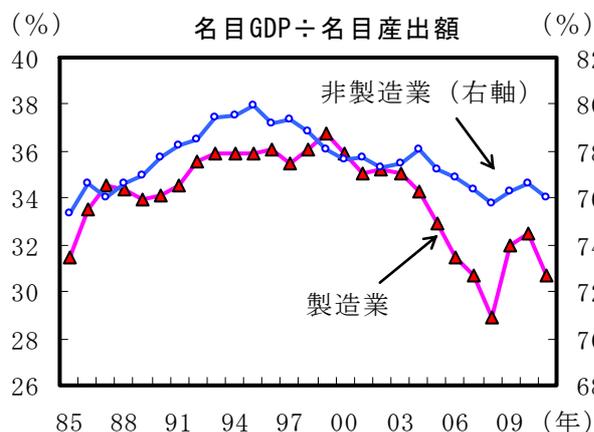
⁹ 素原材料や中間財は、貿易によって国際間の移動が比較的可能であるため、各国の製造コストの差は労働コストの差で概ね説明できる。

¹⁰ 詳細は、神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには」、大和総研レポート、2011 年 12 月 13 日。

¹¹ 産出額から中間投入額（企業の原材料に相当）を除いたものが GDP である。

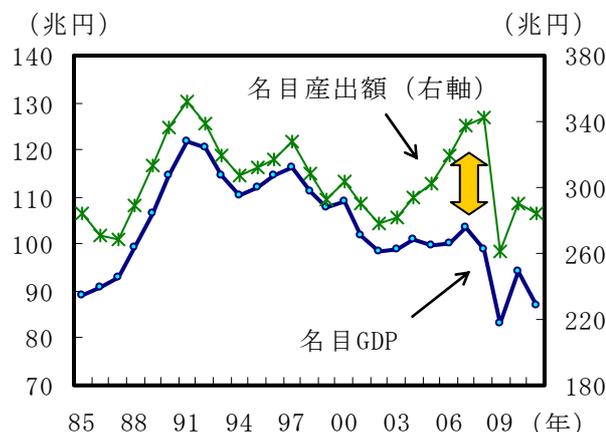
は原油価格に上昇傾向が見られるようになった2004年から急速に低下している。2000年代で最も低かった時期は2008年の28.9%であり、1980年以降のピーク（1999年、36.7%）から8%ptほど低い。2008年の製造業の名目産出額は342兆円と、バブル期の1991年に達成したピーク（352兆円）に次ぐ水準まで増加したにもかかわらず、2008年の名目GDPは1991年より23兆円（約20%）少ない（図表4-2）。日本経済は2002年から2008年にかけて戦後最長の景気拡大期を経験したが、その間の製造業の名目GDPはほぼ横ばいであった。一方で、収益性の低下は非製造業にも当てはまる。図表4-1に見るように、非製造業の粗利益率は1995年をピークに趨勢的な低下傾向にある。名目賃金が増加するには企業の収益環境が改善することが求められるが、1990年後半以降、製造業・非製造業の収益性はともに悪化しており、それが名目賃金を抑制する要因の1つであったと考えられる。

図表 4-1 マクロからみた粗利益率



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

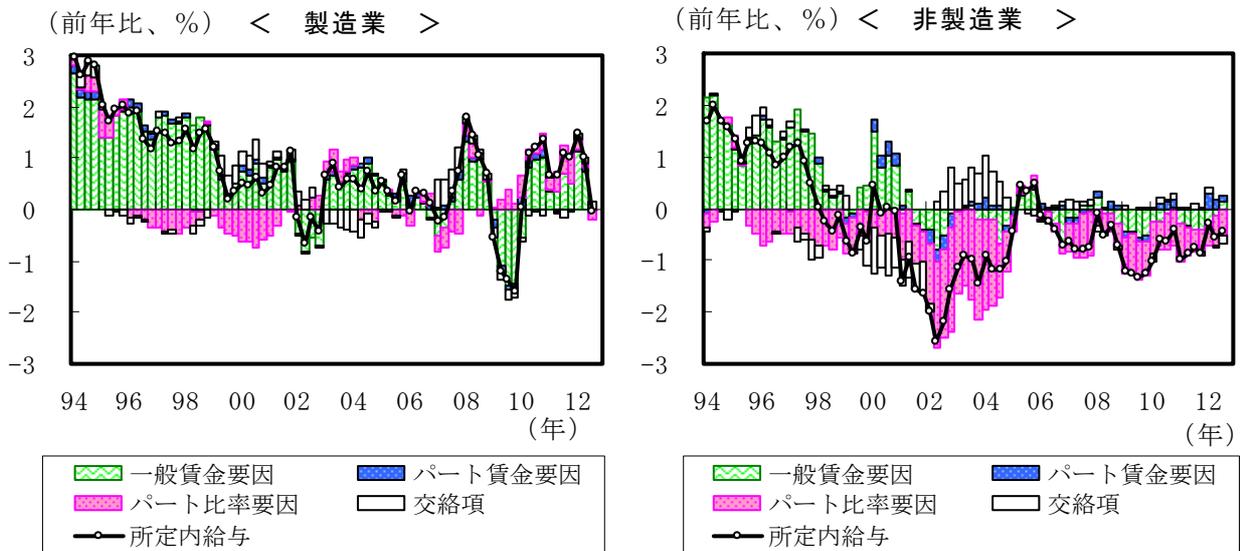
図表 4-2 製造業の名目産出額と名目 GDP



非製造業の名目賃金下落の背景 ～非正規雇用者比率の上昇と内外価格差の是正

前掲図表 3 で見たように、製造業と非製造業の名目賃金は同じ方向性をもって変化しているが、非製造業の名目賃金は2000年代に入ると下落傾向が続いている。非製造業の名目賃金の下落は、非正規雇用者比率が拡大した要因が大きい。図表 5 は一人当たりの名目所定内給与を要因分解したものである。非製造業は、一般労働者に比べて3割ほどの給与水準であるパートタイマー労働者の割合を引き上げることで、平均的な給与水準を調整してきた様子が見える。ただし、一般労働者の所定内給与においても2000年代前半から減少傾向にある。低水準ながらも概ね給与の増加を維持してきた製造業に比べると賃金調整が厳しい。こうした背景の一つとして、内外価格差の是正圧力があつたと考えられる。1990年代初頭には日本の物価が高く、生産や生活のコストが高いということが議論されていた。同じモノ・サービスなのに諸外国より日本のほうがコスト高であるので、内外価格差を是正すべきと言われてきたのである。高いサービス価格と高い賃金という組み合わせで実現していた消費者負担の産業構造が、グローバル化や規制緩和をきっかけとして、価格が機能する産業構造へと変化してきているとみられる。

図表 5 製造業と非製造業の所定内給与の要因分解

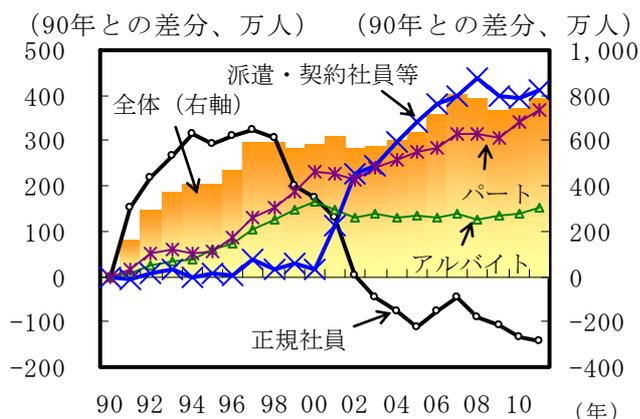


(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

なお、1995～2000年に見られる名目賃金上昇率の急速な低下は、1998年頃から行われた賃金調整が影響している。図表6に見るように、日本の企業はバブル崩壊によって景気が急速に悪化したにもかかわらず、1990年代に入っても企業は正規社員を中心に雇用を増やし続けた。同時期には週休二日制の導入もあって一人当たりの総実労働時間は減少したものの、業績不振や過剰雇用、名目賃金の下方硬直性などにより、本来は一定水準で推移するはずの労働生産性に対比した実質賃金は1990年代半ばにかけて上昇の一途を辿った(図表7)。実質賃金の高止まりは1998年頃まで続いたが、1997年夏のアジア通貨危機と1998年秋にかけての金融システム不安による業績低迷を受け、1998年から2004年にかけて、正規社員の雇用調整とともに大幅な賃金調整が行われた。それにより、労働生産性に対比した実質賃金は1980年代前半の水準まで低下した。一方で雇用に関しては、前掲図表5で見たように、サービス業や卸小売業などの非製造業で非正規雇用者比率が上昇し、平均賃金の低下につながった¹²。

¹² 詳細は、神田慶司「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造」、大和総研レポート、2012年8月10日。

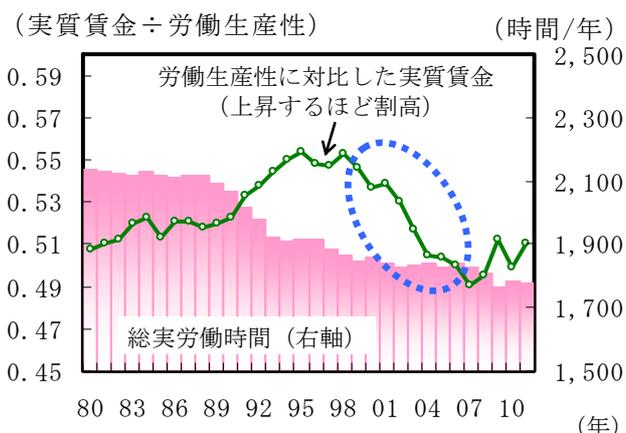
図表6 雇用者数の推移（1990年との差）



(注) 全体は役員除く。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表7 実質賃金と総実労働時間



(注) マンワーベース。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

デフレ脱却には新政権の「実行力」が求められる

以上のような産業構造や硬直的な労働市場の問題を背景に、時間当たり名目賃金は1990年代末から下落傾向にあり、デフレをもたらしている。また前述したように、短期的に需要を刺激しても名目賃金や物価を持続的に上昇させることは極めて難しい。名目賃金の安定的な上昇を実現するためには、金融緩和のもとで企業の収益基盤を強化しつつ、企業の再生や再雇用が円滑に行われるセーフティネットを構築することが重要である。

企業の収益性の改善には、企業の「供給力」を強化するという視点が必要である。これは消費者のニーズに合致していないモノやサービスの供給量を増やすことではない。不断の新陳代謝によって付加価値が以前よりも高く、人々の生活水準を向上させるような新しいモノやサービスが生まれる状況を作るということである。この意味において、民間部門が起業家精神を発揮してリスクをとっていく必要があり、安倍政権が民間企業の投資を引き出すような成長戦略を政策の柱としていることは正しいと言える。

安倍政権は規制改革にも取り組む意気込みをみせているが、需要が超過している分野においてそれは重要である。需要が供給を超過しているかどうかは待ち行列の有無を見ればわかるが、例えば保育所や病院、介護施設が挙げられる。保育所入所待ちの待機児童問題は、現在の保育所の供給体制がニーズにうまく合っていないという問題である。消費者が、場合によっては今よりも高い値段を払ってでも購入したいと考えている医療・介護・保育などの分野は官製市場になっている。官製市場の規制改革は経済の供給力を強化することであり、潜在需要を顕在化させることになるはずである。

交易条件が悪化する中で何とか収益を確保してきた輸出産業が再び輝きを取り戻すためには、政府は法人実効税率の国際競争相手国並みへの引き下げなどとともに、FTA（自由貿易協定）やEPA（経済連携協定）によって海外との交易をもっと拡大させることも必要だろう。世界経済の拡大が進んでいく中で、日本の製品・サービスに対するニーズをグローバルに取り込んでいく

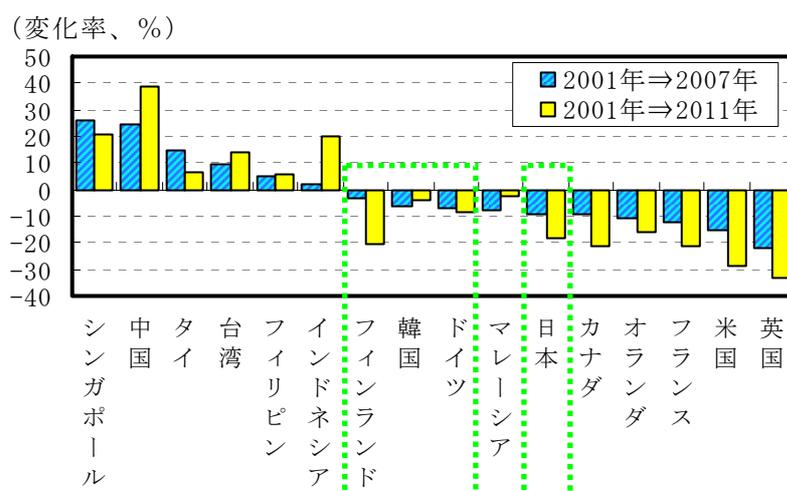
視点が不可欠である。より広くは、競争力のある外国企業の対内投資を受け入れ、雇用を創出しながら国内市場を活性化していくことも求められる。

規制緩和と貿易自由化を進めていく中で、国内の産業構造はそれに対応してスムーズに変化していく必要がある。すなわち、縮小していく産業の企業や就業者が成長産業へ円滑に移動し、マクロ単位でもミクロ単位でも収益性や所得水準が高まることが望ましい。

貿易自由化に否定的な見方もあるが、日本はグローバル化の中で諸外国と経済活動を営んでいる以上、国内の産業構造はすでにグローバル化の影響を受けて変化している。例えば、グローバルに展開する企業は製品の組み立てといった労働集約的で低付加価値の仕事を新興国へ移すようになったため、それに関連する労働需要は減少している。また、製造業の雇用者数が趨勢的に減少する現象は多くの先進国で観察されており、決して日本だけの現象ではない。実際、世界経済が好調であった2002～07年でさえ、製造業雇用は日本や米国だけでなく、ドイツ、韓国、フィンランドなどの先進工業国でも減少した（図表8）。

規制緩和や貿易自由化は、これまで以上に速いペースで産業構造の変化を促すことになる。そのため現実的には、縮小していく産業の企業や就業者がすべて円滑に成長産業へ移動できるわけではないだろう。短期的には経済構造の変化に対応できず、倒産や摩擦的失業といった形で厳しい環境に直面する場面があるとみられる。こうした状況を速やかに解消するためにも、セーフティネットとしての政府の役割は一層高まる。ただし、それは構造的に衰退する産業での廃業や失業を防ぐものではない。成長産業での開業や雇用創出を促進するものである。企業も個人も前向きに再チャレンジできる環境が整えば、リスクを取る企業が増加して新たな付加価値や雇用を生み出す可能性が高まるだろう。

図表8 製造業就業者の期間変化率



(注) 米国は雇用者数。

(出所) Haver Analytics、CEIC、内閣府統計より大和総研作成

そのうえでも、流動性の高い労働市場に向けた制度改革がとりわけ重要となる。前述のように、現在の労働市場は正規雇用が硬直的で失業リスクが非正規雇用者に偏在しており、若年層の不本意な非正規雇用や失業の長期化が問題となっている。労働市場の問題を解決せずに規制緩和や貿易自由化を進めれば、再就職が円滑に進まずに失業率が構造的に上昇する恐れがある。

そのためにも、「正規」と「非正規」の垣根を低くする制度作りが重要である。失業リスクを一部の人に負わせるのではなく、社会全体でシェアするような仕組みである。正規社員の解雇規制の柔軟化と非正規社員の待遇向上のバランスをどうするのかは国民的な議論が必要だが、例えば、企業が整理解雇する際の条件である「非正規雇用者の整理」をなくし、非正規雇用者の失業リスクを軽減することが考えられる。また、現在企業が負担している従業員の社会保険料の負担率を引き下げる代わりに租税負担を引き上げ、社会全体で労働者の社会保障を支えることも一案として挙げられる。これは企業の雇用コストを引き下げ、正規社員を採用する意欲を高める効果が見込まれる。

安倍政権は成長戦略を「三本の矢」の1つに掲げており、これまで述べたことの多くは新政権の成長戦略に反映されている。問題はそれを実行できるかである。規制緩和や貿易自由化は常に賛否の分かれる問題であり、政治的な決断が難しい。15年近く続く長いデフレから脱却し、穏やかなインフレのもとで活気ある日本経済を取り戻すためにも、新政権は「アメ」の分配だけでなく「ガマン」の分配を着実にやっていく必要がある。

2. 円安は景気・物価にどのような影響を与えるのか

円安ドル高は短期的には「×」、だが時間が経てば「○」

インフレ・ターゲット導入など一連の金融政策の変化は今のところ従来の枠組みを大きく変えるものではないが、円安株高が示すように、内外の投資家のマインドを変えたことは事実である。円ドルレートは11月中旬の80円/ドル程度から下落し、足元では90円/ドルを超えた。もちろん、その理由は国内要因だけでなく、米中経済の復調や欧州政府債務問題の進展など、外部環境の好転からリスク回避通貨としての円買いが一服したこともある。そうした環境下で11月16日の衆院解散によって政権交代が現実味を帯び、特に海外投資家のデフレ脱却期待が高まった。

そこで気になるのが円安による経済への影響である。これまでは円高のデメリットを意識することが多かったが、当然、円安にもデメリットがある。その典型的な例が輸入価格の上昇によるコスト増である。日本の輸出金額の約5割、輸入金額の約7割がドル建てであるため、単純に計算すれば、円安ドル高は貿易収支を悪化させる。だが、これは国内外のすべての経済主体が円安になっても行動を変えないと想定した結果である。したがって、前述のように「円安が景気にマイナスの影響を与える」と言えるのは、経済主体の行動があまり変わらない「短期間」に限られる。

現実的には、円安によって輸出産業の国際競争力が高まり、時間の経過とともに輸出数量が増加する。それは生産活動の拡大や労働時間の増加をもたらす、設備投資を誘発する。企業収益や家計の雇用・所得環境の改善にも繋がるだろう。こうした様々な影響をすべて織り込んだものが実際の円安の効果である。

一定の目安として、大和中期マクロモデルを用いて円安効果を計測したものが図表9である。具体的には、10%の円安ドル高が1年間続いた場合に日本経済へ与える影響を試算したものである¹³。図表の値は、円安が起きなかった場合（標準シナリオ）とのかい離率（幅）を示している。10%の円安ドル高は2年目以降実質GDPを0.2~0.4%pt程度改善させることになり、標準シナリオから最もかい離した4年目で0.41%となっている。需要項目に注目すると、円安はラグを伴って実質輸出を増加させ、その影響は設備投資を中心に波及効果をみせる。また輸入物価を押し上げて輸入需要を減退させることから、実質輸入が標準シナリオよりも減少する。实体经济の改善で長期金利は上昇するものの、財政収支は景気拡大による税収増などの効果から改善する。

図表9 10%円安ドル高が1年間続いた場合の日本経済への影響

(円安が起きなかった場合との乖離率(幅)、%、%pt)								
	実質GDP							
		民間最終消費支出	民間住宅投資	民間設備投資	政府最終消費支出	公的固定資本形成	輸出	輸入
1年目	-0.06	0.00	0.00	-0.06	-0.10	0.10	0.00	0.17
2年目	0.28	0.03	0.32	1.13	0.03	-0.49	2.29	1.16
3年目	0.24	0.00	-0.34	0.19	0.03	-0.36	0.97	-0.13
4年目	0.41	0.06	-0.22	0.00	-0.01	-0.66	0.43	-1.95
5年目	0.18	0.09	-0.06	0.06	-0.10	-0.28	0.23	-0.48
	円ドルレート	GDPギャップ	失業率	CPI	短期金利	長期金利	経常収支	財政収支
1年目	10.00	-0.04	0.01	0.04	0.01	0.00	-0.10	-0.03
2年目	0.00	0.18	-0.03	-0.02	0.11	0.06	0.04	0.06
3年目	0.00	0.13	-0.05	0.02	0.08	0.05	0.08	0.05
4年目	0.00	0.24	-0.06	0.05	0.23	0.13	0.33	0.11
5年目	0.00	0.10	-0.05	0.13	0.13	0.07	0.04	0.04

(注) 経常収支、財政収支は名目GDP比率。財政収支は国・地方政府。

(出所) 大和中期マクロモデルより作成

円安がCPIに与える影響は小さい

この表で注目したいのがCPIに対する円安の影響である。景気の拡大はマクロの需給を引き締めてインフレ圧力をもたらすと考えるのが自然だが、日本経済の構造を反映させたマクロモデルによるシミュレーションによれば物価へ与える影響は極めて小さい。CPIは588品目の価格

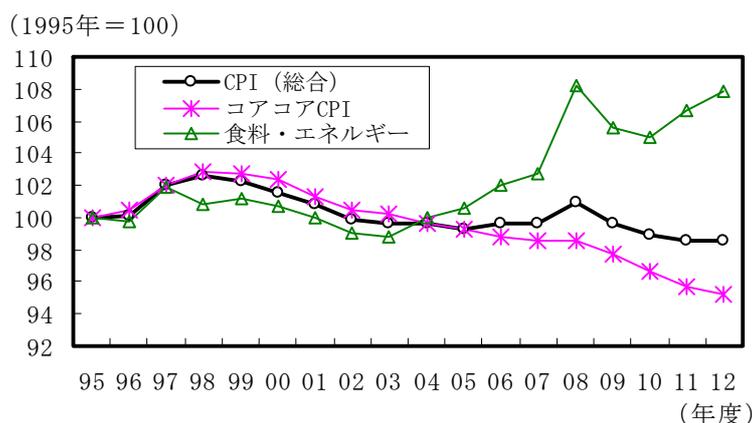
¹³ 大和中期マクロモデルについての詳細は、近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測(2013年2月)」, 大和総研レポート, 2013年2月4日。

指数を基準年の消費額ウェイトで加重平均した物価指数であるが、そのうちガソリンといった為替の影響を受けやすいエネルギー関連品目のウェイトだけでも8%近く占めている。機械的な試算をすると、仮に10%の円安ドル高によってエネルギー価格が半分の5%上昇し、その他の品目の価格がすべて一定であれば、CPIは0.4%pt上昇することになる。実際には小麦や繊維製品など様々な輸入品があるため、円安ドル高の効果はモデルから得られる結果よりはるかにCPIを押し上げる可能性がある。

しかし、実際に過去の物価の動きをみると、こうした品目の伸び率とウェイトで単純に計算した結果の通りにCPIが上昇しているわけではない。すなわち、必需品など一部の品目の価格が上昇すると、その他の品目の需要が低下して価格が下落するため、CPI全体としてはほとんど上昇することがなかったのがこの間の経験である。

図表10はCPI（総合）と「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除くCPI（以下、コアコアCPI）」、「食料（酒類を除く）及びエネルギー（以下、食料・エネルギー）」の3つの指数の推移をみたものである。食料・エネルギーに含まれている品目の多くは為替と商品市況の影響を大きく受けるため、3つの指数の動きを比較することで円安時の物価の動きを推察することができる。消費額ウェイトの約3割を占める食料・エネルギーは、2004年頃から商品市況の上昇と円安の影響を受けて上昇基調となり、一時は原油価格が調整局面に入ったり円高が加速したりしたことで指数の上昇が止まったが、2011年以降は再び上昇基調にある。他方、2005～07年の期間においても、消費額ウェイトの約7割を占めるコアコアCPIは趨勢的に下落した。それらを加重平均したCPI（総合）は緩やかな下落基調にある。こうした過去の物価動向がモデルに反映された結果、円安による物価上昇効果が極めて小さく推計されていると思われる。

図表10 CPIの推移



(注) 食料・エネルギーは酒類を除く。2010年ウェイトを用いて算出。

「コアコアCPI」は食料（酒類を除く）・エネルギー総合。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

仮に2013年1月から2013年度末まで90円/ドルで推移したとすると、2012年度比では9%

程度の円安ドル高となり、図表 9 で示したシミュレーションの想定に近い。したがって、為替レートが足元の水準で 1 年以上横ばいであったとしても、過去の経済行動を前提とすれば、CPI への押し上げ効果はかなり小さい。とはいえ、円安が 1 年ではなく長期にわたって維持されれば話が変わる。景気拡大によるインフレ圧力が累積するため、物価は徐々に上昇していくだろう。

為替レートについての 2 つの論点整理

ここで、為替レートにおける以下の 2 つの論点について整理する。すなわち、(i) 為替水準の高低と経済への影響、(ii) 望ましい為替水準、である。変動相場制移行後、ときに著しく変動する為替レートのもとで貿易立国として経済成長してきた日本は、おそらく世界で最も為替レートに関心の高い国の 1 つだと思われる。市場関係者や外貨を使った取引のある人など、多くの人々が為替に対する独自の考え方や見方を持っている。そのため、ここでは為替に対する本稿の考え方を示し、それぞれが持つ考え方との相違を明確にしたい。

(i) 為替水準の高低と経済への影響

円安や円高による経済への影響を、為替レートの具体的な「水準」を挙げて議論することは少なくない。しかし、為替レートの水準だけで経済への影響を考えるのは正しくない。なぜなら、2 国間の市場為替レートが互いの経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）を反映した水準（＝均衡為替レート）にあるとき、為替レートの影響はどちらの国にとっても中立だからだ。市場為替レートが均衡為替レートと一致していれば、仮に 50 円/ドルや 200 円/ドルであっても、それは「円高水準」とも「円安水準」とも言えない。均衡為替レートは両国のファンダメンタルズによって決まるものであるため、その水準は硬直的ではなく、日々緩やかに変動している。

為替レートが経済へ影響を与えるのは均衡水準からかい離れたときであり、その影響の大きさは「かい離幅」と「変化のスピード」の 2 つによって決まる。一般的に、企業はできるだけ多くの付加価値を生み出すために、ファンダメンタルズに照らしてヒトやモノの最適な投入量を考えながら生産活動を営んでいる。あるとき、均衡為替レートから市場為替レートがかい離すると、企業はヒトやモノの再配置や契約の変更といった対応を迫られ、収益が圧迫される。また、企業が適切に対応するには一定の時間が必要であるため、為替レートがそれ以上の速さで変化すると、さらなるコストの増加など非効率が発生し、企業収益や家計所得の減少などを招き景気が悪化する。

これは円高だけでなく円安の場合にも当てはまる。もちろん、前述のように円安は景気を押し上げる効果がある。しかし長期的には、過度に円安となった市場為替レートはいずれ均衡水準へ収束するため、為替レートは何らかのタイミングで（しばしば均衡水準を超えるほど）円高方向へシフトする。すると、企業がこれまで適正水準と判断していた設備ストックや人員は一転して過剰になり、大幅な調整と収益の悪化をもたらす。これはまさにリーマン・ショック

後の輸出産業の経験と重なる。為替レートは安ければ安いほど望ましいというわけではなく、ファンダメンタルズに即して経済主体が対応できるほど緩やかな速度で変動することが望ましい。

(ii) 望ましい為替水準

次に問題になるのが、「はたして均衡為替レートはいくらなのか」という点である。その算出にはいくつかのアプローチがあるが、中でも実用性が高く、実証的にも支持されているのが購買力平価（PPP）である。

PPPとは、一物一価に基づき、長期的にはどの国においても購買力が等しくなるように為替レートが決まるという考えである。具体的には、PPPの変化率は国家間の「貿易財」のインフレ率格差に等しい（物価の「水準」ではなく「伸び率」を使うので厳密には相対的PPP）と考えられている。ただし問題点としては、(1) PPPの考えに則した貿易財価格指数が存在しないこと、(2) 代理変数として用いる物価指数や推計期間などによって均衡水準が異なること、の2つが挙げられる。日本に存在する物価指数の中では、国内企業物価がPPPの考えに最も近いと思われる。

なお、望ましい為替水準を表すものとして、OECDが公表しているPPPを挙げる場面を目にすることがある¹⁴。2012年のOECDのPPPは103.9円/ドルであり、足元の市場レートに比べると10円以上安い。OECDのPPPは国家間の経済規模（GDP）や平均消費水準などを測定するために作成されたもので、GDPを構成する幅広い財・サービスについて多くの国との相対価格を考慮に入れたものである¹⁵。貿易財の相対的な価格動向を表したものではないため、OECDのPPPを市場為替レートの過小評価や過大評価の指標として用いるのは不適當である。

そこで本稿では、貿易財価格の代理変数として、日本は国内企業物価指数を、米国は生産者物価指数を用いてPPPを作成した¹⁶。こうして得られたPPPと市場為替レートが図表11である。前述したように、PPPの試算結果は幅をもってみる必要があるため、ここで示したPPPの水準が具体的にいくらなのかはあまり重要でない。注目すべきは、PPPが市場為替レートの趨勢を捉えており、長い目で見れば理論的な考え方が実際に適用できるという点である。ただし両者が一致することは稀であり、例えば1980年代から90年代にかけてPPPから大きく、かつ長期間かけ離れている。このかい離した部分が、物価という基礎的な要因で説明できない、経済へ影響を与える円高や円安である。

¹⁴ IMFもPPPを公表しているが、これはOECDの作成したものを利用しているため基本的には同じである（<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm#q4f>）。

¹⁵ 詳しくは総務省ウェブサイト（<http://www.stat.go.jp/info/meetings/icp/pdf/05main1.pdf>）を参照。

¹⁶ 一般的に、円ドルレートの購買力平価は、①日米の物価指数を選ぶ、②購買力平価が成り立っていた時点（基準点）を決める、③基準点以降は日米のインフレ率格差で伸ばしていく、という流れで作成する。しかし①で選んだ物価と真の貿易財価格の変動率は異なる可能性があり、②は恣意性が入り込む余地がある。そこで本稿では、回帰式を用いることで①と②の問題に対処した。なお、この方法ではCPIを用いてもほぼ同様の結果が得られる。

図表 11 円ドルレートと購買力平価



(注) 購買力平価は、1980年1-3月期～2012年10-12月期で推計式は下記の通り。
 $\ln(\text{円ドルレート}) = 5.07 + 0.99 * \ln(\text{日本・国内企業物価} / \text{米国・生産者物価})$
 (出所) 日本銀行、米国BLS統計より大和総研作成

両者の変動率に注目すると、市場為替レートに比べて PPP は極めて安定的である。貿易財のインフレ率格差に影響を与える要因としては、貿易財セクターの賃金上昇率や生産構造（労働、原材料、資本などの投入比率）、技術進歩率が挙げられる。これらはマクロ全体でみれば緩やかに動くため、相対価格の動きは緩やかである。しかしながら市場為替レートは、その時々、為替相場を動かすニュースや市場の名目金利差、先行きの相対インフレ率の予想などの不確実要因によって変化するため、時として大幅に変動する。

本来、PPP は相対インフレ率にしたがって為替レートが決まるという物価と為替の因果関係を示す考え方である。しかしこれまでの経験を踏まえれば、PPP からかい離した過度な為替レートの変動は逆に PPP を変化させるという点で「双方向」の関係にある。1985年のプラザ合意や1995年の円高のように、かい離幅が大きく急激であればあるほど資源配分や所得分配が歪められ、PPP がシフトする。図表 11 では、このところ市場為替レートがほぼ PPP に近いことを示しているが、市場為替レートが円高となってもデフレの継続の結果 PPP が円高となることで、結果的にかい離が解消しているように見えている点が重要なポイントである。逆に、PPP を上回る円安が続けば、景気拡大の影響を受けて PPP が円安方向へシフトするだろう。

円安が長期化すると景気・物価はどうなるか？

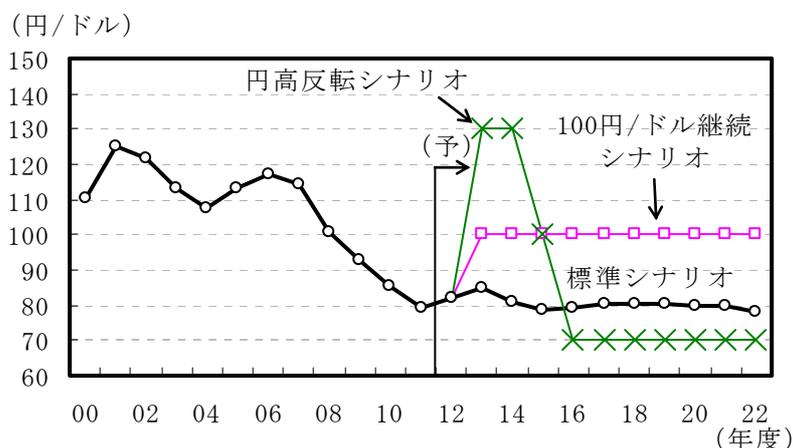
以上の認識のもとで、円安が長期化した場合に景気や物価がどのような影響を受けるのかをマクロモデルを用いてシミュレーションしよう。

まずは円ドルレートの想定である。本予測の標準シナリオはマクロモデルの中で内生的に導かれる予想値であり、日米のインフレ率格差や金利格差の予測値に基づいて推計されている（図表 12）。つまり、日米のファンダメンタルズから導かれる景気中立的な水準と解釈できる。これに対して、(i) 2013年度から標準シナリオより 20 円/ドルほど円安の水準で推移する「100

円/ドル継続シナリオ」、(ii) 2013～14年度は130円/ドルで推移するが、その後70円/ドルまで急速に円高が進み、2016年度以降は横ばいで推移する「円高反転シナリオ」、の2つを想定した。なお、これらはいずれも予測期間中の短期金利をゼロ%としており、景気が過熱しても利上げを行わないため、それだけ物価は上昇しやすい環境にある。

「100円/ドル継続シナリオ」は景気中立的な水準である標準シナリオに比べて2～3割ほど円安である。これは2005年末からリーマン・ショック前まで経験した円安に近い。ただし、円ドルレートが100円/ドルで安定していても、ファンダメンタルズから想定される水準を上回る円安水準にあるため、景気が常に刺激されて物価に継続的な上昇圧力がかかっている。一方で「円高反転シナリオ」はかなり極端な想定であるが、これは急激な円安が起きた場合の物価への影響と、その後の円高反転による景気への影響を知るためのものである。

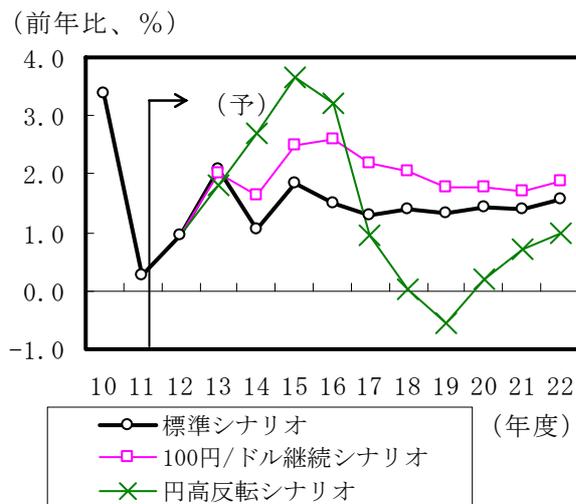
図表 12 円ドルレートの3つのシナリオ



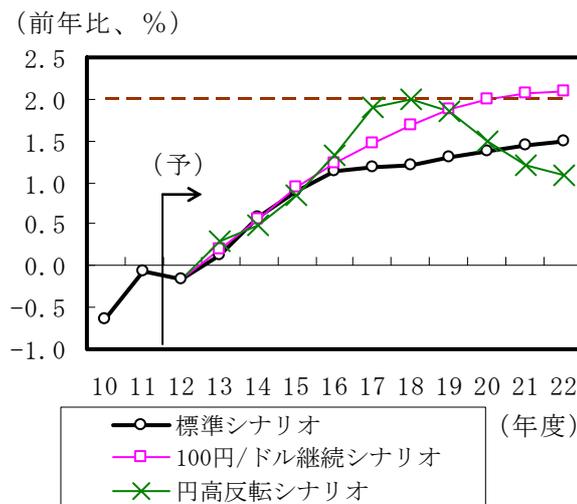
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

シミュレーションの結果が図表 13-1、13-2 である。「100円/ドル継続シナリオ」は安定的な円安のもとで実質 GDP 成長率が高まり、標準シナリオに比べて平均で 0.5%pt ほど高い。景気拡大はマクロの需給を引き締めて物価に上昇圧力がかかるため、インフレ率は次第に高まっていく。インフレ率は 2020 年度に 2%に達し、その後も 2%超の水準を維持している。それに対して「円高反転シナリオ」では、円安による景気刺激効果が 2016 年度頃に剥落し、その後は円高による景気下押し圧力を受ける。2018 年度以降は標準シナリオを下回る成長が続き、2022 年度の実質 GDP の金額は標準シナリオに満たない。一方でインフレ率は、当初の円安による景気刺激効果が遅行的に物価へ波及するため、しばらくは標準シナリオよりも高め的水準を維持する。しかしその差は徐々に縮小し、2021 年代以降は標準シナリオを下回る伸びとなっている。

図表 13-1 実質 GDP 成長率の見通し



図表 13-2 インフレ率の見通し



(注) 円安の影響を明確にするため、右図のCPIは2014年度からの消費税増税を織り込んでいない。

(出所) 大和中期マクロモデルより大和総研作成

こうした結果から以下の4点を指摘できる。第一に、物価の上昇ペースの緩慢さである。2つのシナリオは2013年度からの急速な円安を想定しており、特に「円高反転シナリオ」は130円/ドルというかなりの円安を想定した。しかしながらCPIの上昇ペースは2016年度まで標準シナリオとそれほど変わりがなく、CPI上昇率が2%程度に達成するのは早くとも2017年度である。政府・日銀は「できるだけ早期に」インフレ目標の達成を目指しているが、円安効果だけでは難しいと思われる。

第二に、「100円/ドル継続シナリオ」の実現性の問題である。このシナリオは2020年度にほぼ2%のインフレ率を実現しているが、1日約5,700億ドルという莫大な規模の円ドル取引¹⁷が行われている国際金融市場において、これほど長期に円安を維持できるだろうか。2000年代に日本が経験した戦後最長の景気拡大は、量的金融緩和の中で世界経済の拡大や円キャリートレードが後押しした円安の結果であった。その時の円安の度合いは本シミュレーションに近い。つまり、「100円/ドル継続シナリオ」は世界経済が腰折れせず緩やかに拡大する中で、2000年代半ばに経験した以上の円安が今後10年近く続くと見込んで初めて実現する。このようなシナリオの蓋然性は低いだろう。

第三に、円安が維持できなくなった場合の物価への影響である。「円高反転シナリオ」のように大きく円高方向へ反転すると、景気の振幅が高まってインフレ目標の達成時期がむしろ遠ざかる可能性がある。既述のように、円安によって輸出が拡大し、それに対応して企業が設備ストックや人員などを増やすと利益が拡大するが、ひとたび円高方向へ反転すると、今度は設備や人員などの調整に迫られる。急激な円高ほど調整コストは高く、マクロからみた調整期間も長引くことになるだろう。こうした悪影響はマクロモデルで十分に描くことができないため、

¹⁷ 2010年4月における1日平均取引額。詳しくはBIS(2010)“Triennial Central Bank Survey - Report on global foreign exchange market activity in 2010”を参照。

実際はシミュレーション結果よりも経済を悪化させるとみられる。持続的な物価の上昇に必要なことは持続可能な経済成長であり、先行きが不安定な円安ではない。

第四に、だからこそ円安を活かして規制・制度改革を進め、経済構造を強化すべきである。規制・制度改革は、短期的には経済構造の急激な変化によって倒産や摩擦的失業を生む可能性が高い。そのとき経済環境がよければ、資金繰りや再雇用はそうでない場合より容易である。景気が拡大すると不人気な改革は先送りされがちであるが、市場の期待が高まっている間に改革を着実に実行していくべきであろう。重視すべきは短期的な「成長率」ではなく中長期的な「成長力」である。

— 以 上 —

【経済社会研究班レポート】

- ・ No. 1 神田慶司・鈴木準「「実質実効為替レートなら円安」の意味—コスト削減の企業努力は円高・内需低迷・デフレを生んだ」2010年11月10日
- ・ No. 2 鈴木準・原田泰「財政を維持するには社会保障の抑制が必要—社会保障の抑制幅が増税幅を決める」2010年12月29日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2011年6月）—大震災を乗り越え、実感ある成長をめざす日本経済」2011年6月16日
- ・ No. 3 溝端幹雄・神田慶司・鈴木準「電力供給不足問題と日本経済—悲観シナリオでは年率平均14兆円超のGDP損失」2011年7月13日
- ・ No. 4 神田慶司・溝端幹雄・鈴木準「再生可能エネルギー法と電力料金への影響—電力料金の上昇は再生可能エネルギーの導入量と買取価格次第」2011年9月2日
- ・ 溝端幹雄・神田慶司・真鍋 裕子・小黑 由貴子・鈴木準「電力不足解消のカギは家計部門にある—価格メカニズムとスマートグリッドの活用で需要をコントロール」2011年11月2日
- ・ No. 5 鈴木準「欧州財政危機からの教訓—静かな財政危機に覆われた日本は何を学ぶべきか」2011年12月2日
- ・ No. 6 神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには—ドル基軸通貨体制は変わらない。長い目で見た円高対策が必要」2011年12月13日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年1月）—シンクロする世界経済の中で円高・電力・増税問題を乗り切る日本経済」2012年1月23日
- ・ No. 7 溝端幹雄・鈴木準「高齢社会で増える電力コスト—効率的な電力需給システムの構築

が急務」2012年4月9日

- ・ 鈴木準「医療保険制度の持続可能性を高めるために—コスト意識の共有を進めながら、国民の健康を増進させよう」2012年4月13日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年7月）—グローバル化・高齢化の中で岐路に立つ日本経済」2012年7月30日
- ・ No. 8 神田慶司「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造—雇用構造がもたらす必需的品目の需要増加と不要不急品目の需要減少」2012年8月10日
- ・ No. 9 溝端幹雄「超高齢社会で変容していく消費—キーワードは「在宅・余暇」「メンテナンス」「安心・安全」」2012年8月10日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」2013年2月4日
- ・ No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響—円安だけでインフレ目標の達成することは困難」2013年2月5日